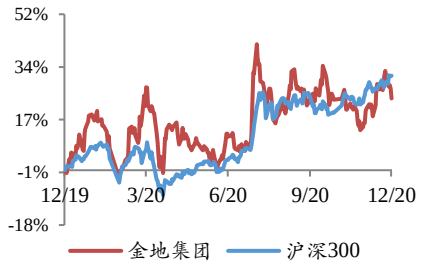
销售短期波动、长期稳增，持续深耕核心区域

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-12-04

收盘价（元）	14.59
近 12 个月最高/最低（元）	16.73/11.44
总股本（百万股）	4,515
流通股本（百万股）	4,515
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	659
流通市值（亿元）	659

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

联系人：王洪岩

执业证书号：S0010120060026

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

1.销售逆势放量，业绩短期波动难掩长期向好 2020-10-30 2020-10-30

2.三十余载耕耘，稳健发展逢春 2020-07-13 2020-10-30

主要观点：

- **事件**

公司发布 2020 年 11 月份经营数据：11 月实现销售金额 152.2 亿元，同比-12.9%；实现销售面积 78.8 万方，同比-20.3%；单月合计新增土储建面 52.6 万方。

- **销售增速短期波动，全年依然维持量价齐升态势**

公司 11 月销售金额、销售面积同比分别下降 12.9%和 20.3%（10 月分别增长 26.8%和 18.3%）；单月销售均价约 19315 元/平，较前值（10 月）环比下降 1.0%，同比提升 9.3%。1-11 月，公司累计销售金额、销售面积同比分别增长 17.2%和 12.2%，累计销售均价约 20428 元/平，同比+4.5%。公司重点布局区域内部分城市在年末对预售证及限签的管控存在边际收紧的可能，或导致公司推盘出现下行带来成交短期波动。

- **拿地张弛有度，结构调整致单月楼面价提升**

11 月，公司新增 4 个房地产项目，合计新增建面 52.6 万方，对应总地价 105.0 亿元，单月拿地楼面价约 19968 元/平，占同期销售均价的 103%。1-11 月，累计新增土储建面约 913.5 万方（同比-11.8%）；对应总地价约 754.0 亿元（同比+14.7%），占同期销售金额的 36.7%。累计新增土储均价 8254 元/平，占同期销售均价的 40%（去年同期占比为 32%）。新增土储楼面均价的增长更多的源于公司拿地区域能级占比的分配。按建面，一二线合计占比约 68%，三四线占比 32%。

- **投资建议**

公司土储充裕且布局合理，助力未来销售规模稳步提升。在行业融资端趋紧的背景下，公司在融资端的优势将进一步凸显，多元化的融资渠道、较低的借贷成本、较优的杠杆水平，在未来发展过程中具备更多的主动性。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.46、2.80、3.16 元/股，对应当前股价 PE 分别为 5.9、5.2、4.6 倍。维持“增持”评级。

- **风险提示**

重点布局城市调控政策趋严，销售不达预期，新增土储权益比下行等。

- **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	63420	75216	87777	103401
收入同比（%）	25.1%	18.6%	16.7%	17.8%
归属母公司净利润	10075	11095	12620	14284
净利润同比（%）	24.4%	10.1%	13.7%	13.2%
毛利率（%）	40.82%	37.74%	36.06%	34.24%
ROE（%）	18.6%	17.0%	16.2%	15.5%
每股收益（元）	2.23	2.46	2.80	3.16
P/E	6.50	5.94	5.22	4.61
P/B	1.21	1.01	0.85	0.72

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**63420**	**75216**	**87777**	**103401**
% 同比增速	25%	19%	17%	18%
营业成本	37533	46826	56123	67993
毛利	25887	28390	31654	35409
%营业收入	41%	38%	36%	34%
税金及附加	6172	6619	7900	9306
%营业收入	10%	9%	9%	9%
销售费用	2110	2366	2763	3285
%营业收入	3%	3%	3%	3%
管理费用	3958	4837	5591	6585
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	61	67	80	94
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	101	260	-565	-1445
%营业收入	0%	0%	-1%	-1%
资产减值损失	218	0	0	0
信用减值损失	94	0	0	0
其他收益	65	77	90	106
投资收益	5976	7088	8271	9743
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	501	0	0	0
资产处置收益	2	2	2	2
营业利润	**19716**	**21408**	**24248**	**27435**
%营业收入	31%	28%	28%	27%
营业外收支	-207	0	0	0
利润总额	**19509**	**21408**	**24248**	**27435**
%营业收入	31%	28%	28%	27%
所得税费用	4044	4378	4982	5628
净利润	15465	17030	19267	21808
%营业收入	24%	23%	22%	21%
归属于母公司的净利润	**10075**	**11095**	**12620**	**14284**
% 同比增速	24%	10%	14%	13%
少数股东损益	5390	5935	6647	7524
EPS（元/股）	2.23	2.46	2.80	3.16

资产负债表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	45142	65914	88073	108846
交易性金融资产	19	39	58	78
应收账款及应收票据	288	243	304	369
存货	139783	166777	196816	232852
预付账款	556	1948	1743	2167
其他流动资产	85035	95904	105892	120610
流动资产合计	270823	330824	392887	464921
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	35955	47122	58289	69456
投资性房地产	20356	20356	20356	20356
固定资产合计	1249	1509	1692	1901
无形资产	32	33	29	26
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3477	3477	3477	3477
其他非流动资产	2925	3194	3464	3734
资产总计	**334816**	**406516**	**480195**	**563872**
短期借款	3296	3296	3296	3296
应付票据及应付账款	19776	23150	28315	34327
预收账款	83971	103574	119302	140549
应付职工薪酬	3025	3534	4331	5248
应交税费	3617	4590	5376	6253
其他流动负债	74646	104687	136455	169103
流动负债合计	188330	242831	297074	358775
长期借款	27595	27764	27933	28102
应付债券	28994	28994	28994	28994
递延所得税负债	4399	4399	4399	4399
其他非流动负债	3128	3128	3128	3128
负债合计	**252447**	**307116**	**361529**	**423399**
归属于母公司的所有者权益	54094	65189	77808	92092
少数股东权益	28275	34211	40857	48381
股东权益	**82369**	**99399**	**118666**	**140473**
负债及股东权益	**334816**	**406516**	**480195**	**563872**

现金流量表（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	**7899**	**8435**	**8537**	**5716**
投资	-9653	-11253	-11253	-11253
资本性支出	-1136	-398	-290	-322
其他	1148	5884	7068	8540
投资活动现金流净额	**-9641**	**-5767**	**-4475**	**-3035**
债权融资	0	0	0	0
股权融资	1417	0	0	0
银行贷款增加（减少）	34244	169	169	169
筹资成本	-8028	-2066	-2072	-2078
其他	-22519	20000	20000	20000
筹资活动现金流净额	**5114**	**18103**	**18097**	**18091**
现金净流量	**3412**	**20772**	**22159**	**20772**

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	2.23	2.46	2.80	3.16
BVPS	11.98	14.44	17.23	20.40
PE	6.50	5.94	5.22	4.61
PEG	0.27	0.59	0.38	0.35
PB	1.21	1.01	0.85	0.72
EV/EBITDA	8.20	6.34	4.59	3.09
ROE	18.6%	17.0%	16.2%	15.5%
ROIC	6%	6%	6%	5%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。